

LaGeo S.A. de C.V.

Títulos con Cargo a FTHVGEO01

Informe de Clasificación

Clasificación

FTHVGEO01 AA(slv)

Perspectiva

FTHVGEO01 Estable

Índice

Clasificación	1
Resumen de la Transacción	1
Factores Clave de la Clasificación	1
Factores Clave Adicionales de Clasificación	2
Sensibilidad de la Clasificación	2
Criterios Aplicados, Simulación y Suficiencia de la Información	3
Descripción del Originador	3
Estructura Financiera y Legal de la Transacción	4
Análisis del Activo Subyacente	6
Proyecciones Financieras	8
Riesgo de Contraparte	8
Clasificación en Escala de Fitch	9

Informe Relacionado

Banco Cuscatlán de El Salvador, S.A. (Octubre 4, 2019)

Analistas

Melissa Franco
571-484-6770 ext. 1252
melissa.francogodoy@fitchratings.com

Santiago Acosta
571-484-6770 ext. 1253
santiago.acosta@fitchratings.com

Clasificación

Títulos	Monto Original ^a (USD)	Monto Actual ^b (USD)	Plazo	Tasa (%)	Clasificación	Perspectiva
FTHVGEO01	287,620,000	232,653,164	15 años	5.8	AA(slv)	Estable

^a Diciembre de 2014. ^b Junio de 2019. Nota: La clasificación se basa en información provista por el originador con corte de junio de 2019. Las clasificaciones no son una recomendación o sugerencia directa o indirecta para comprar, vender o adquirir algún título valor.

Resumen de la Transacción

Fitch Ratings afirmó la clasificación 'AA(slv)' en escala nacional de largo plazo de los títulos de deuda con cargo al Fondo de Titularización Hencorp Valores - LAGEO01 (FTHVGEO01) por USD287.62 millones. La Perspectiva es Estable. La clasificación parte de la calidad crediticia del emisor y su puntaje de evaluación de negocio en marcha (GCA por *going concern assessment score*) y está limitada por el nivel de endeudamiento de flujos futuros relativo al balance general. Asimismo, refleja la prioridad estructural del descuento de los flujos cedidos frente a los de la emisión FTHVGEO02 y contempla el pago oportuno mensual de capital e intereses. La emisión FTHVGEO01 fue colocada y se encuentra en circulación en el mercado desde diciembre de 2014.

Factores Clave de la Clasificación

Calidad Crediticia del Originador: La clasificación de los títulos de deuda FTHVGEO01 y la clasificación esperada de los títulos de deuda FTHVGEO02 toman la calidad crediticia del emisor como punto de partida. La calidad crediticia de LaGeo S.A. de C.V. (LaGeo) refleja su vínculo fuerte con su matriz, la compañía estatal Comisión Ejecutiva Hidroeléctrica del Río Lempa (CEL) y con El Salvador [B-], cuya clasificación de largo plazo fue afirmada por Fitch el 11 de junio de 2019. [Para más información, véase el comunicado "Fitch Affirms El Salvador at 'B-'; Outlook Stable" disponible en www.fitchratings.com]. LaGeo tiene el derecho exclusivo sobre la generación de energía eléctrica a partir de recursos geotérmicos en El Salvador, lo que expone a la empresa al riesgo político mediante cambios regulatorios o variaciones en la política energética del gobierno.

Puntaje de Evaluación de Negocio en Marcha: LaGeo debe continuar funcionando de manera que genere flujo de efectivo para servir la deuda. Una estructura tradicional de flujos futuros brinda protección legal a los inversionistas de este tipo de bursatilizaciones siempre y cuando la empresa siga operando, incluso ante situaciones de dificultad financiera. Para capturar este elemento en una transacción de flujos futuros, Fitch utiliza el puntaje de GCA. Para el caso particular de esta emisión, se le asignó al originador un puntaje de GC1.

Diferenciación frente a Calidad Crediticia del Originador: El puntaje de GCA que proporciona el grupo de Finanzas Corporativas de Fitch (GC1) permite una diferencia de hasta seis niveles (*notches*) con respecto a la clasificación nacional de largo plazo del emisor. Sin embargo, factores como el nivel alto de la deuda de flujos futuros respecto a la deuda total del emisor limitan este diferencial. A su vez, la subordinación estructural del FTHVGEO02, en caso de ser emitido, restringe el diferencial.

Factores Adicionales de Clasificación

Endeudamiento de Flujos Futuros Alto Relativo al Balance General: La deuda de flujos futuros es elevada en comparación con el pasivo general de LaGeo, lo que restringe la diferenciación de la clasificación, puesto que aumenta el impacto potencial del pago de la deuda de flujos futuros. Si el fondo FTHVGEO02 es totalmente emitido, el fondo FTHVGEO01 representará cerca de 51% de la deuda total de LaGeo. De acuerdo con el criterio de clasificación de Fitch, el fondo FTHVGEO01 podría obtener un beneficio sobre la calidad crediticia de LaGeo de máximo un nivel gracias a las características estructurales de la transacción. Sin embargo, al considerar la subordinación estructural de FTHVGEO02, si este es totalmente emitido, representará más de 97% de la deuda total de LaGeo. Las características anteriores no permiten diferenciar la calidad crediticia de FTHVGEO02 de la calidad crediticia de LaGeo.

Características y Desempeño del Activo Subyacente: Las notas están respaldadas por los primeros ingresos mensuales de LaGeo, específicamente las ventas en el Mercado Regulador del Sistema (MRS), cedidos mediante el Contrato de Cesión Irrevocable a Título Oneroso de Derechos Sobre Flujos Futuros (CCIDSFF). LaGeo genera cerca de 22% de la electricidad de El Salvador, por lo que Fitch considera que los atributos del producto son adecuados y generan flujo de efectivo consistente. La cobertura de los ingresos contemplados en el CCIDSFF, para atender el servicio de la deuda, disminuyó por un cambio en la estrategia comercial, pero permanece adecuada para la clasificación. Desde su implementación, en diciembre de 2016 y hasta junio de 2019, LaGeo vendió cerca de 67% de su energía a través de contratos de libre competencia y contratos bilaterales. Los niveles de cobertura continúan adecuados para la clasificación asignada. Además, Hencorp adquirió la potestad de solicitar a LaGeo instalar nuevas órdenes irrevocables de descuento (OID) en fuentes de ingresos diferentes a las actuales.

Riesgo de Desviación de Fondos Mitigado: El CCIDSFF permite a la estructura apropiar los flujos cedidos de los ingresos de LaGeo por medio de OID instaladas en cualquier fuente de ingresos de LaGeo y transferir los fondos a la cuenta discrecional hasta alcanzar el monto de cesión mensual. En opinión de Fitch, esta característica estructural beneficia a los títulos emitidos por el FTHVGEO01 sobre la calidad crediticia de LaGeo, haciéndolos sénior frente a otras obligaciones. Además, en caso de que las obligaciones con el fondo no se cumplan por medio del descuento directo, LaGeo tiene la obligación final del pago oportuno de intereses y capital.

Características Estructurales Adecuadas: La estructura legal de la transacción permite al fondo beneficiarse de todos los ingresos de LaGeo. Las características estructurales, como la cuenta restringida igual a una cesión mensual y el CCIDSFF que dirige los flujos mensuales, benefician a la transacción ante el riesgo potencial de liquidez del originador.

Sensibilidad de la Clasificación

Cambios en la Calidad Crediticia del Emisor: Modificaciones en la calidad crediticia de LaGeo afectarían la clasificación de los bonos, por lo que se moverían en la misma dirección que la del originador. Cambios en la clasificación internacional de El Salvador no necesariamente implican variaciones en la escala local.

Reducción de los Ingresos de LaGeo: Una reducción significativa en los ingresos totales de la compañía o en los que haya OID podría afectar la cantidad de recursos potenciales para el fondo de titularización y presionaría los indicadores de cobertura. En tal caso, Fitch podría realizar una revisión extraordinaria con el fin de incluir el estrés adicional.

Metodologías Relacionadas

[Criterio Global de Calificación de Finanzas Estructuradas \(Junio 25, 2019\).](#)

[Metodología de Calificación de Bursatilización de Flujos Futuros \(Agosto 1, 2019\).](#)

[Metodología de Calificación de Contraparte para Finanzas Estructuradas y Bonos Cubiertos \(Septiembre 20, 2018\).](#)

Criterios Aplicados, Simulación y Suficiencia de la Información

Criterios Aplicados

Los criterios aplicables a esta transacción son “Criterio Global de Calificación de Finanzas Estructuradas”, del 25 de junio de 2019; “Metodología de Calificación de Bursatilización de Flujos Futuros”, del 1 de agosto de 2019; y “Metodología de Calificación de Contraparte para Finanzas Estructuradas y Bonos Cubiertos” del 20 de septiembre de 2018. Están disponibles en www.fitchratings.com.

Simulación

Con el objetivo de verificar el cumplimiento de los pagos por parte del patrimonio autónomo, Fitch realizó varias simulaciones en distintos escenarios con las características definitivas de los títulos. La agencia hizo una verificación para determinar si los flujos de caja estresados y los mecanismos de mejoras crediticias provistos por la transacción son suficientes para cubrir el pago oportuno tanto de capital como de intereses. Para ello, consideró la cascada de pagos y los mecanismos de dirección de los pagos en la forma en que se especificaron en los documentos de la emisión.

Suficiencia de la Información

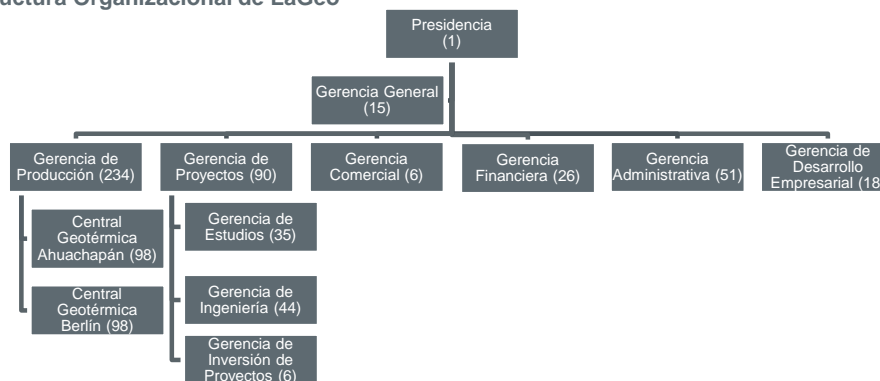
LaGeo, como originador, y Hencorp, como estructurador y administrador de la emisión, suministraron a Fitch información sobre el comportamiento del activo subyacente y las proyecciones del fondo, la cual incluyó saldo, pagos de interés, amortización de capital y otras variables claves. La información se entregó en el formato solicitado por Fitch y, al ser revisada, se encontró que era adecuada para el análisis.

Descripción del Originador

LaGeo fue constituida en julio de 1998 e inició operaciones el 1 de noviembre de 1999. Su actividad principal es la generación y comercialización de energía eléctrica a partir de recursos geotérmicos. CEL posee 100% de las acciones de LaGeo a través de sus subsidiarias.

LaGeo opera las centrales geotérmicas de Ahuachapán y Berlín y es propietaria de Perforadora Santa Bárbara (PSB), una empresa salvadoreña dedicada a la perforación, intervención, estimulación y reparación de pozos de la industria geotérmica. En El Salvador, LaGeo cuenta con cuatro áreas de concesión geotérmicas únicas y exclusivas, las cuales le dan el monopolio de explotación en los campos geotérmicos de Ahuachapán (95 MW), Berlín (109.4 MW), San Vicente y Chinameca. La capacidad instalada de LaGeo en el país es de 204.4 MW. Asimismo, posee 99.9% de LaGeo Nicaragua, la cual opera en Managua, Nicaragua, así como de San Vicente 7 Inc.

Estructura Organizacional de LaGeo



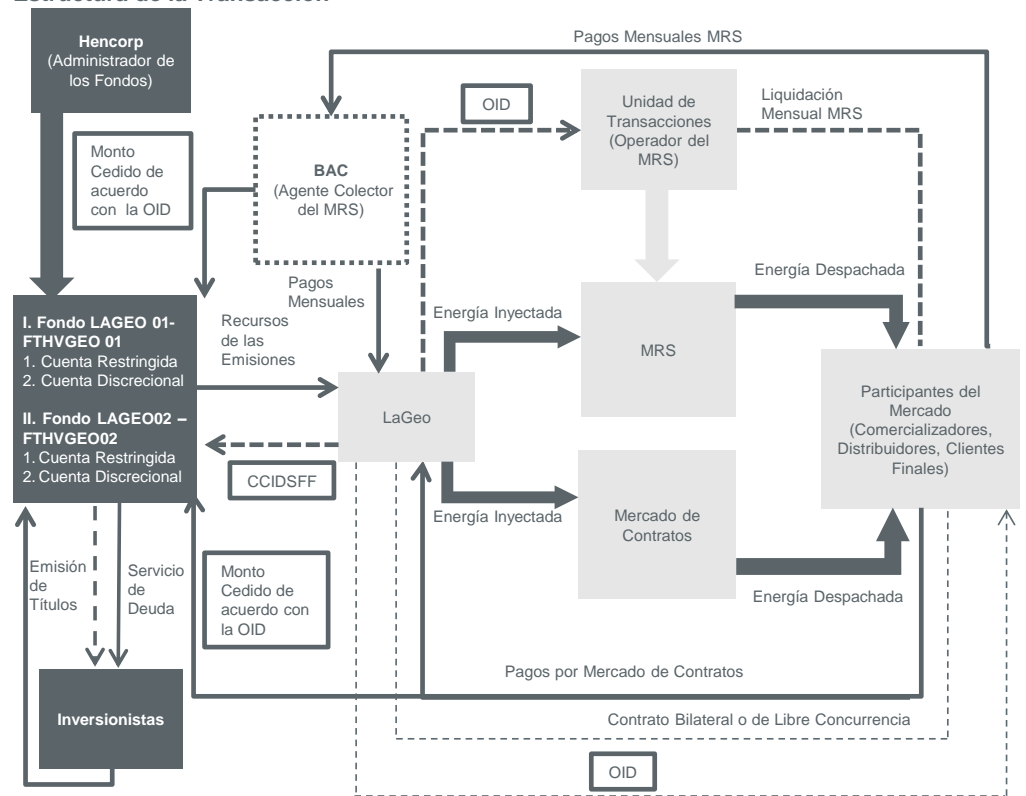
Fuente: LaGeo.

La estrategia de la compañía está enmarcada dentro de la política nacional de energía de El Salvador y el plan estratégico de CEL. La política nacional de energía, liderada por la Secretaría Técnica de la Presidencia de la República y diseñada por la Comisión Nacional de Energía (CNE), afecta a entidades tanto del gobierno como privadas. La junta directiva de LaGeo es nombrada por el gobierno de El Salvador y CEL. El presidente de CEL es miembro de cada una de las juntas directivas de sus subsidiarias.

Estructura Financiera y Legal de la Transacción

El programa de emisión por USD287.62 millones de bonos estructurados de LaGeo con cargo a FTHVGEO01 fue colocado en el mercado y se encuentra en circulación desde diciembre de 2014. Los tramos fueron emitidos a 15 años con tasa fija de 5.8%. Los títulos pagan intereses y capital mensualmente. El fondo de titularización FTHVGEO01 fue estructurado con el objetivo de financiar la compra de acciones de LaGeo que pertenecían a la empresa italiana Enel Power, como consecuencia de la política energética nueva del gobierno de El Salvador, conforme a la cual se decidió que la generación geotérmica fuera 100% estatal. Anteriormente, dicha compañía poseía 36.2% de sus acciones e Inversiones Energéticas S.A. (INE) tenía el restante 63.8%.

Estructura de la Transacción



Compra de Títulos
 OID – Orden irrevocable de descuento. MRS – Mercado Regulador del Sistema.
 Fuente: Fitch Ratings.

La titularización consiste en la adquisición de los primeros ingresos de LaGeo provenientes, por un lado, de ventas en el MRS, descontados y transferidos directamente por la unidad de transacciones (UT) a la cuenta discrecional del fondo y, por otro, de ventas en el mercado de contratos. Los recursos derivados de estos últimos también serán descontados y transferidos directamente por la contraparte del contrato, en caso de ser requeridos.

La compañía cedió USD480.78 millones a través del CCIDSFF, divididos en 180 pagos iguales. Hencorp, como administrador del fondo, adquirió la potestad de solicitar a LaGeo instalar OID en

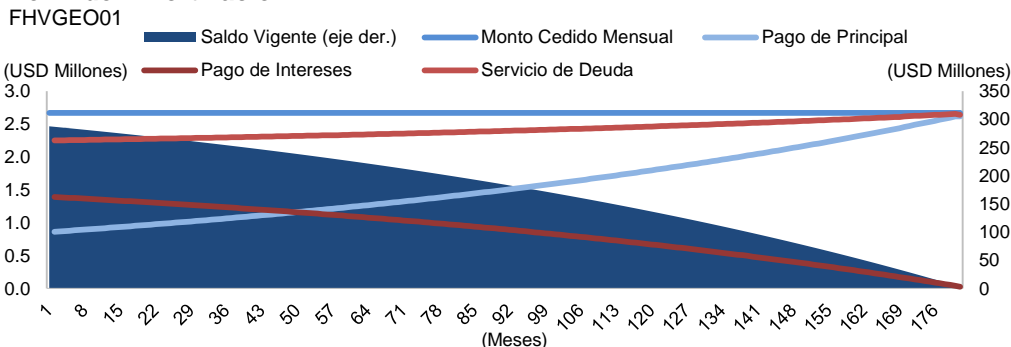
sus diferentes fuentes de ingresos hasta garantizar flujos que permitan completar el monto mensual cedido. En caso de que los recursos no sean suficientes para cumplir con las obligaciones de la empresa con el fondo, LaGeo será responsable de trasladar oportunamente la totalidad del monto de cesión al fondo.

Características de la Emisión

Monto emitido	USD287,620,000
Tasa	5.8%, fija
Plazo	15 años (180 meses)
Periodicidad de pago de capital	Mensual
Periodicidad de pago de Intereses	Mensual
Monto de cesión mensual	USD2,671,000 x 180 = USD480,780,000
Liquidez disponible (cuenta restringida)	USD2,671,000

Fuente: Hencorp.

Perfil de Amortización



Fuente: Hencorp.

Prelación de Pagos

Todos los pagos se manejan a través de la cuenta discrecional en el siguiente orden:

1. abono de la cantidad necesaria en la cuenta restringida hasta que su saldo sea mínimo equivalente al próximo monto mensual de cesión de flujos financieros futuros;
2. pago de intereses y capital a favor de los tenedores de valores;
3. comisiones a pagar a la sociedad titularizadora;
4. costos y gastos adeudados a terceros;
5. remanentes transferidos a LaGeo.

Cuenta Restringida

La cuenta restringida tiene recursos equivalentes, como mínimo, al próximo monto mensual de cesión de flujos financieros futuros. Estos fondos servirán para el pago de capital e intereses, comisiones y emolumentos en caso de que los flujos cedidos no sean suficientes. Durante toda la vida de la emisión, LaGeo tiene la responsabilidad de que el saldo de esta cuenta sea el requerido.

Eventos de Incumplimiento

Se entenderá que LaGeo entró en mora de su obligación si 10 días antes de la fecha de pago de intereses o capital de la emisión de valores el monto mensual especificado no se ha completado en la cuenta discrecional y los fondos de la cuenta restringida tampoco son suficientes. En este caso, el administrador del fondo informará al representante de tenedores, la bolsa de valores y la Superintendencia del Sistema Financiero (SSF). El representante de tenedores comunicará el suceso a la junta de tenedores para determinar los pasos a seguir. Para efectos de esta

clasificación, Fitch contempla el pago oportuno mensual de capital e intereses en las fechas de pago establecidas.

Acuerdos (Covenants)

De acuerdo con el CCIDSFF, LaGeo se encuentra sujeta al cumplimiento de las siguientes razones financieras.

$$\frac{\text{Deuda}}{\text{Patrimonio}} \leq 1.0x$$

$$\frac{\text{EBITDA}}{\text{Servicio de Deuda}} \geq 1.3x$$

$$\frac{\text{Activos Corrientes}}{\text{Pasivos Corrientes}} \geq 1.0x$$

$$\frac{\text{Activos Productivos}}{\text{Saldo Vigente FTHVGEO01+FTHVGEO02}} \geq 1.0x$$

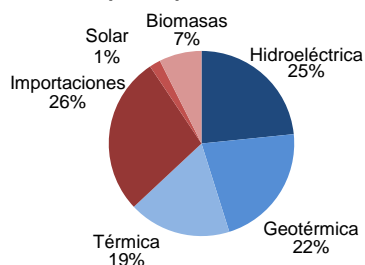
Si una de estas razones está fuera de sus límites durante dos semestres consecutivos, el administrador del fondo informará a la SSF y al representante de los tenedores en las siguientes 24 horas. Este último comunicará de ello a la junta de tenedores para determinar los pasos adicionales. El incumplimiento de una o más razones durante dos semestres no constituye un evento inmediato de incumplimiento. La junta de tenedores determinará si es causal para la redención anticipada.

Análisis Legal

Fitch revisó los principales documentos de la emisión, enlistados a continuación, para asegurarse de que los términos y condiciones de la garantía y la emisión concuerdan con la información recibida con anterioridad:

- Prospecto de la emisión;
- Contrato de cesión irrevocable a título oneroso de derechos sobre flujos financieros futuros;
- OID de flujos futuros;
- Contrato de administración de flujos financieros futuros;
- Contrato de titularización;
- Ley General de Electricidad;
- Reglamento de la Ley General de Electricidad;
- Reglamento de Operación del Sistema de Transmisión y del Mercado Mayorista Basado en Costos de Producción;
- Anexos del Reglamento de Operación del Sistema de Transmisión y del Mercado Mayorista Basado en Costos de Producción.

Participación de Mercado por Electricidad Inyectada al Sistema (GWh) - 2018

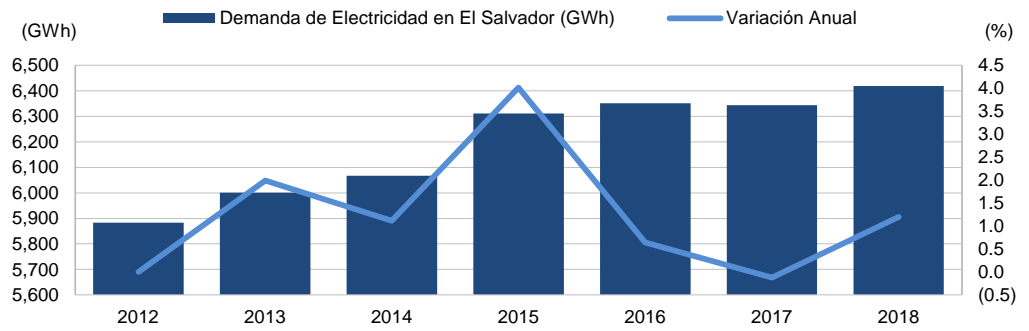


Fuente: LaGeo.

Análisis del Activo Subyacente

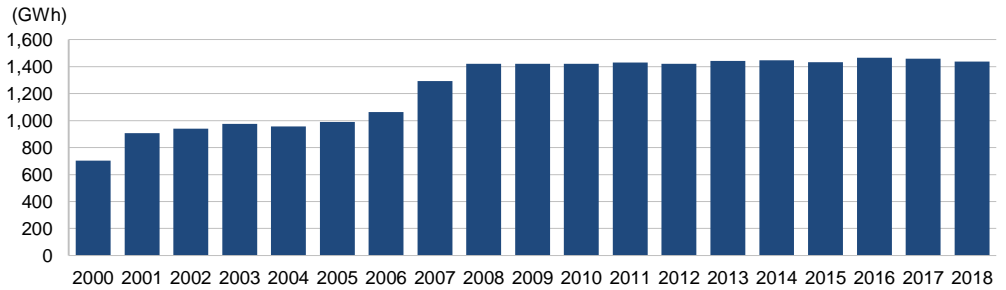
La matriz de generadores del mercado ha tenido cambios importantes en los últimos años. Durante 2018, las importaciones, los ingenios y la energía solar tuvieron un posicionamiento mayor que en el año anterior, quitándole participación a la energía térmica, que representó 19% en 2017. La energía geotérmica ha tenido un comportamiento estable y, durante 2011–2018, representó entre 22% y 24% de la energía generada. El Salvador tiene poca capacidad extra para satisfacer la demanda, la cual aumentó 1.2% en 2018 hasta totalizar cerca de 6,419 gigavatios por hora (GWh).

Demanda de Electricidad en El Salvador



Fuente: Unidad de Transacciones

Generación Histórica de LaGeo



Fuente: LaGeo.

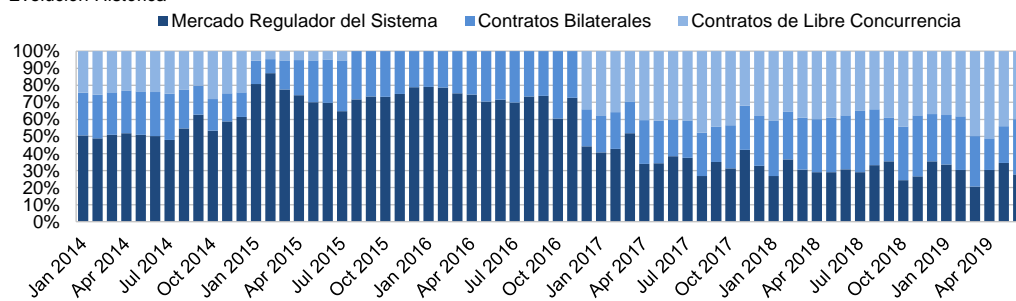
En 2014 y 2015, la caída en el precio internacional del petróleo redujo los precios del mercado eléctrico en El Salvador. Lo anterior ocasionó una disminución en los ingresos y el EBITDA de LaGeo al limitar y reducir los márgenes de ganancia. Dada la correlación alta entre el precio del petróleo Brent y el precio *spot* de electricidad, la empresa modificó su estrategia comercial en diciembre de 2016, reduciendo la venta de energía en el mercado ocasional (*spot*) y privilegiando los contratos de libre competencia.

En marzo de 2019, LaGeo realizó un mantenimiento programado en una de sus unidades principales de explotación (unidad 3 de Berlín), resultando en una menor generación y, por ende, una disminución en las ventas a través del mercado *spot* (primero se atienden los contratos bilaterales y de libre competencia). Esto conllevó a que el recaudo no fuera suficiente para cubrir el monto de cesión mensual; sin embargo, dado que LaGeo siempre programa los mantenimientos con anterioridad y conocía el impacto que podría tener el mantenimiento, provisionó un mes antes fondos en la cuenta de la UT de manera que la disminución en el recaudo no impactara la emisión.

En este sentido, se espera que, en el futuro, cuando el mantenimiento de alguna unidad afecte las inyecciones al sistema (especialmente el mantenimiento de las unidades 3 y 4 de Berlín, al ser las más grandes), LaGeo provisione, por lo menos un mes antes, recursos en la cuenta de la UT, de manera que la emisión no sea vea afectada. La transacción considera una cuenta restringida que debe mantener un saldo mínimo igual a un monto de cesión mensual; LaGeo tiene la obligación final del pago oportuno de intereses y capital.

Ingresos Mensuales de LaGeo por Ventas de Energía Diferenciados por Fuente

Evolución Histórica



Fuente: LaGeo.

Tamaño del Programa respecto a Otros Pasivos de LaGeo

Al evaluar una transacción de flujos futuros, Fitch considera el tamaño relativo del programa frente a los pasivos totales de la compañía. Para diferenciar sustancialmente la clasificación del originador de la de la emisión, es importante que esta última represente solamente una porción limitada de los pasivos totales de la entidad para minimizar el impacto sobre el pago de la deuda de flujos futuros.

De acuerdo con los datos de los estados financieros de LaGeo al 30 de junio de 2019, la deuda de flujos futuros representó alrededor de 94% de la deuda en el balance general. Para Fitch, el tamaño relativo del programa frente al endeudamiento de la empresa es alto, razón por la cual la clasificación otorgada está vinculada a la del emisor.

Proyecciones Financieras

Fitch sometió los flujos de caja proyectados a diversas tensiones mediante la sensibilización de diferentes variables que inciden en el comportamiento de los flujos futuros que respaldan la emisión. Entre estas, se estresaron indicadores macroeconómicos, ingresos operacionales y precios de mercado. Conforme a los escenarios evaluados, las coberturas del servicio de la deuda resultaron en niveles acordes con la clasificación asignada.

Riesgo de Contraparte

Como parte de la evaluación de la estructura financiera, Fitch analiza cualquier dependencia de contrapartes. En este caso, analizó la calidad crediticia de LaGeo, dada su responsabilidad como originador de la emisión.

Contrapartes de la Transacción

Nombre del Participante	Rol	Clasificación
LaGeo	Originador/administrador	Sin clasificación
Fondo de Titularización FTHVGEO01	Emisor	AA(slv) con Perspectiva Estable
Hencorp Valores	Administrador del FTHVGEO01	Sin clasificación
Banco Cuscatlán de El Salvador, S.A.	Banco con cuentas del FTHVGEO01	EAA+(slv) con Perspectiva Estable
Banco Citibank.	Banco con cuentas del FTHVGEO01	Sin clasificación

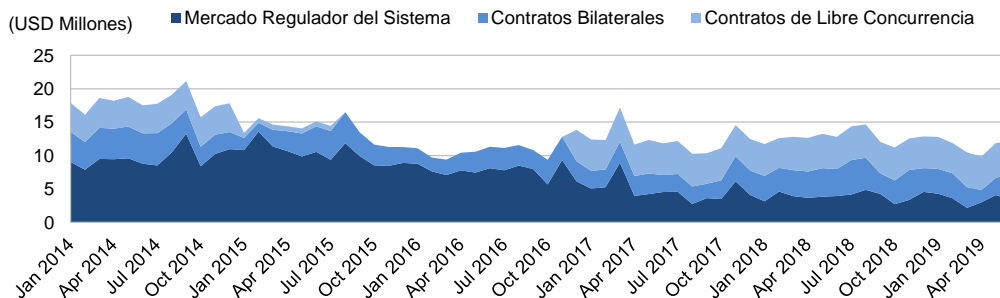
Fuente: Fitch Ratings.

LaGeo

Fitch considera que las características de los flujos de LaGeo proporcionan estabilidad a los recursos a los cuales el fondo tendrá derecho. Además, dada la posición de mercado y los costos bajos de generación, LaGeo ha demostrado ser una entidad importante para los planes del gobierno salvadoreño, factor que es valorado por la agencia. Sin embargo, Fitch opina que la transacción se encuentra expuesta al riesgo de desviación de fondos, debido a que la estrategia comercial de LaGeo puede variar sin restricción entre el mercado *spot* y el mercado de contratos

(bilaterales y de libre concurrencia). LaGeo es responsable de instalar nuevas OID en sus contratos nuevos cuando el administrador del fondo (Hencorp) lo solicite. En caso de que los flujos no sean suficientes para cubrir los montos mensuales cedidos por ambos fondos, LaGeo tiene la obligación final del pago oportuno de intereses y principal.

Ingresos Mensuales de LaGeo por Ventas de Energía Diferenciados por Fuente
Evolución Histórica



Fuente: LaGeo.

Respecto a sus proyectos futuros, la compañía replanteó su plan de inversión en 80 MW adicionales, incrementando el período de inversión y la forma de financiamiento. La inversión será por etapas y se espera que tenga un costo cercano a USD200 millones, que se financiarían con una combinación de fondos propios y deuda. La capacidad adicional de generación aumentaría los ingresos en alrededor de USD60 millones anuales una vez que esté completada. Las nuevas inversiones se harán sobre pozos ya perforados y con presiones ya medidas, por lo que el riesgo de exploración de los mismos ya fue superado.

Información Importante

Para establecer una claridad aún mayor, la agencia puede acudir a las opiniones de profesionales expertos en temas legales o tributarios, si fuese necesario. Como Fitch siempre ha dejado en claro, la clasificadora no provee consejo legal o tributario ni confirma que las opiniones legales o tributarias o cualquier otro documento de la transacción o estructura son suficientes para algún propósito específico. La aclaración, al final de este informe, deja en claro que el mismo no constituye consejo legal, tributario o de estructuración por parte de Fitch y no debería ser interpretado como tal. Si los lectores de este informe requieren de una opinión experta en alguno de estos temas, se les sugiere contactar a un asesor relevante en dicha jurisdicción.

Clasificación en Escala de Fitch

La clasificación de riesgo vigente en escala de Fitch se detalla a continuación:

- clasificación de FTHVGEO01: 'AA(slv)', Perspectiva Estable.

Información Regulatoria de El Salvador

Nombre del Emisor o Sociedad Administradora	Originador: LaGeo; Emisión: Fondo de Titularización Hencorp Valores FTHVGEO01
Fecha del Consejo de Clasificación	17/10/2019
Número de Sesión	098-2019
Fecha de la Información Financiera en que Se Basó la Clasificación	AUDITADA: 31/12/2018 NO AUDITADA: 30/06/2019
Clase de Reunión (Ordinaria/Extraordinaria)	Ordinaria
Clasificación Anterior (si aplica)	'AA(slv)' con Perspectiva Estable
Link del Significado de la Clasificación	https://www.fitchratings.com/site/dam/jcr:6a0e5ed1-7dc1-4305-9d18-1d35fcd451e9/Definiciones%20de%20Calificaci%C3%B3n%20de%20E!%20Salvador.pdf

Se aclara que cuando en los documentos que sustentan la calificación (RAC/Reporte) se alude a calificación debe entenderse incluido el término clasificación.

La opinión del Consejo de Clasificación de Riesgo no constituirá una sugerencia o recomendación para invertir, ni un aval o garantía de la emisión; sino un factor complementario a las decisiones de inversión; pero los miembros del Consejo serán responsables de una opinión en la que se haya comprobado deficiencia o mala intención, y estarán sujetos a las sanciones legales pertinentes.

Las clasificaciones mencionadas fueron requeridas y se asignaron o se les dio seguimiento por solicitud del emisor clasificado o de un tercero relacionado. Cualquier excepción se indicará.

TODAS LAS CLASIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE [HTTPS://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](https://fitchratings.com/understandingcreditratings). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CLASIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CLASIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB WWW.FITCHRATINGS.COM. LAS CLASIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERESES, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FITCH PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CLASIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CLASIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LIDER ESTÁ BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FITCH.

Derechos de autor © 2019 por Fitch Ratings, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. 33 Whitehall Street, New York, NY 10004. Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus clasificaciones, así como en la realización de otros informes (incluyendo información prospectiva), Fitch se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de clasificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Fitch lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión clasificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de clasificaciones e informes de Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una clasificación o un informe será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus clasificaciones y sus informes, Fitch debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las clasificaciones y las proyecciones de información financiera y de otro tipo son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las clasificaciones y proyecciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una clasificación o una proyección.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo, y Fitch no representa o garantiza que el informe o cualquiera de sus contenidos cumplirán alguno de los requerimientos de un destinatario del informe. Una clasificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión y los informes realizados por Fitch se basan en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las clasificaciones y los informes son un producto de trabajo colectivo de Fitch y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por una clasificación o un informe. La clasificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de Fitch son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de Fitch estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una clasificación de Fitch no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las clasificaciones pueden ser modificadas o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de Fitch. Fitch no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las clasificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las clasificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. Fitch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las clasificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD1,000 a USD750,000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch clasificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD10,000 y USD1,500,000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una clasificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de Fitch pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.

Solamente para Australia, Nueva Zelanda, Taiwán y Corea del Norte: Fitch Australia Pty Ltd tiene una licencia australiana de servicios financieros (licencia no. 337123) que le autoriza a proveer clasificaciones crediticias solamente a "clientes mayoristas". La información de clasificaciones crediticias publicada por Fitch no tiene el fin de ser utilizada por personas que sean "clientes minoristas" según la definición de la "Corporations Act 2001".